

Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une criseⁱ

Delphine Lautier

*Professeur, Université Paris-Dauphine, DRM-Finance, UMR CNRS 7088
Chercheur associée, Ecole des Mines Paris Tech, Cerna*

Yves Simon

Professeur, Université Paris-Dauphine, DRM-Finance, UMR CNRS 7088

A deux exceptions près, les rehausseurs de crédit ont connu entre octobre 2007 et février 2008 un véritable cataclysme. En moins de cinq mois, ces sociétés d'assurance, qui garantissaient en septembre 2007 près de 2 400 milliards de dollars d'actifs financiers, ont failli perdre leur raison d'être et ont vu s'envoler une partie de leur fonds de commerce.

Les rehausseurs de crédit sont les dernières institutions financières touchées par la crise du « subprime ». Sauf à être recapitalisés, ils vont très probablement être à l'origine d'une nouvelle vague de dépréciation d'actifs dont l'impact financier pourrait être supérieur à celui qui a frappé les banques aux troisième et quatrième trimestres 2007.

La fonction économique des rehausseurs de crédit

Jusqu'en 1985, le rehaussement de crédit avait pour finalité d'améliorer (*to up-grade*) la qualité du risque attaché aux titres émis sur les marchés financiers, pour l'essentiel des émissions obligataires réalisées par des collectivités locales américaines. Même si elle n'est plus exclusive, cette finalité demeure très importante. En cas de défaillance de l'émetteur, le rehausseur (*monoline insurance company*) se substitue à l'émetteur. Il garantit explicitement aux détenteurs des titres le paiement intégral des intérêts et du capital aux dates prévues par l'échéancier établi lors de l'émission obligataire. L'engagement donné aux investisseurs est irrévocable, inconditionnel et demeure en vigueur pendant toute la durée de vie des titres. En fournissant cette garantie, les sociétés de rehaussement de crédit permettent aux titres émis par les collectivités locales de bénéficier d'un *rating* qu'ils ne pourraient obtenir sans leur intervention, et aux émetteurs d'acquiescer des taux inférieurs à ceux qu'ils auraient supportés s'ils avaient dû emprunter sans le bénéfice du rehaussement. Initiée aux Etats-Unis en 1971, cette technique fut exportée dans le reste du monde.

A partir de 1985, pour développer et diversifier leur activité, certains *monolines* ont procédé à des rehaussements de produits structurés adossés à des actifs émis par des véhicules de titrisationⁱⁱ. Dans un premier temps, furent garantis des titres adossés à des crédits hypothécaires destinés au financement de logement (*residential mortgage backed securities, RMBS*), au financement de l'immobilier d'entreprise (*commercial mortgage backed securities, CMBS*), à des créances commerciales, à des prêts automobiles, à des actifs divers et variés (*asset backed securities, ABS*). Dans un deuxième temps, les rehausseurs ont assuré des *CDO* (*collateralized debt obligations*). Cette dénomination générique recouvre des titres adossés à des portefeuilles de titres obligataires (*collateralized bond obligations, CBO*), de prêts bancaires structurés avec un fort effet de levier, et de dettes d'entreprises (*collateralized loan obligations, CLO*). Dans un troisième temps, furent élaborés et garantis des *CDO* de deuxième génération. Cette dénomination regroupe les produits très complexes et potentiellement dangereux que sont les *CDO* d'*ABS* et les *CDO* de *CDO* (*CDO*²), etc. Si rehausser des titres émis par les collectivités publiques locales était relativement banal et simple à mettre en œuvre, les procédures sont devenues plus compliquées avec les produits structurés.

A partir de 1995/1998, l'activité des rehausseurs a de nouveau significativement évolué. A cette époque, en effet, se développèrent les titrisations synthétiques. Les investisseurs (*hedge funds*, banques investissant pour leur propre compte, compagnies d'assurance, fonds d'investissement) ayant acheté des *CDO* synthétiques et les structureurs (les banques d'investissement et les BFI – banques de financement de d'investissement – des grandes banques commerciales pour l'essentiel) ayant conservé les tranches des *CDO* qu'ils avaient montés ont cherché à se couvrir contre les risques associés à ces instruments, particulièrement difficiles à valoriser. Ils se tournèrent vers les rehausseurs de crédit, sans doute attirés et confortés par leur note triple A. Ces assureurs leur offrirent une protection contre le risque de dégradation des tranches de *CDO* synthétiques en leur vendant des *credit default swaps*ⁱⁱⁱ (*CDS*). La dévalorisation des *CDO* et les exigences de la comptabilité américaine (*US GAAP*) ont transformé ces *CDS* (qui étaient, en 1998, bien adaptés aux besoins des rehausseurs) en « arme de destruction massive ».

Les interventions des assureurs *monolines* dans les opérations de titrisation permettaient, bien évidemment, de rehausser des obligations bénéficiant d'une note allant de triple B à AA, inférieure à celle du rehausseur (triple A), mais elles allèrent bien au-delà. Comment expliquer, sinon, que certaines tranches de *CDO* notées AAA super senior aient bénéficié des interventions des rehausseurs ? En fait, le rehaussement de l'émetteur n'était plus le service attendu par les opérateurs. Les interventions des *monolines* avaient pour objet de garantir les investisseurs contre le risque de dégradation potentielle de tranches de *CDO* ou, de manière plus générale, de produits titrisés adossés à des créances hypothécaires. Du rehaussement, on était passé à la garantie financière.

Les sociétés qui apportent leur garantie sont peu nombreuses et bénéficient généralement d'un triple A confirmé par au moins deux, et souvent trois agences de notation. Le triple A n'est toutefois pas obligatoire, comme le prouvaient les notations AA de Radian et A de ACA Capital (avant que celle-ci ne soit dégradée à CCC). Ces sociétés sont pour la plupart d'origine américaine^{iv}. Leur activité dépasse cependant leur cadre géographique d'origine, et la plupart d'entre elles ont des filiales européennes et asiatiques.

En juin 2007, les sociétés de rehaussement de crédit assuraient des actifs financiers pour environ 2 400 milliards de dollars. Près de 60 % des titres garantis étaient émis par les collectivités locales américaines. Le complément concernait pour l'essentiel des produits structurés.

La note triple A facilite l'activité des rehausseurs de crédit et constitue une partie de leur fonds de commerce. Afin de protéger cette note, dans 95% des cas, les *monolines* rehaussent le crédit d'émissions bénéficiant d'une notation *investment grade*, supérieure ou égale à BBB. Par ailleurs, avant d'accorder leur garantie, elles procèdent à un examen détaillé des risques auxquels l'émetteur est exposé et proposent, si nécessaire, des modifications dans la structuration de l'émission de manière à les réduire, ce qui est bénéfique pour l'émetteur, l'investisseur et le rehausseur. Une fois sa garantie accordée, le rehausseur surveille l'émetteur et les titres afin de contrôler l'évolution de leur risque, surtout si la valeur des titres assurés est susceptible d'évoluer consécutivement à une modification de l'environnement dans lequel ils s'insèrent.

2. La dégradation de la notation des rehausseurs

Pour les rehausseurs, la perte de la note triple A induirait des effets en chaîne susceptibles d'avoir des conséquences dévastatrices. La première serait d'assécher leur activité en leur interdisant, de fait, de pouvoir vendre de nouvelles garanties. La seconde, la

plus importante, serait d'accentuer les effets dépressifs de la crise du « *subprime* ». La dégradation des rehausseurs induirait une baisse automatique et proportionnelle de la valeur et de la note des titres financiers auxquels ils ont apporté leur garantie, qu'il s'agisse de *CDO*, de produits structurés ou d'emprunts des collectivités locales. Cette chute des cours impliquerait la constitution de nouvelles provisions de la part des investisseurs (lesquels ont déjà provisionné dans leurs comptes en 2007 des milliards de dollars, induisant des pertes qui durent être financées par l'apport de nouveaux fonds propres) détenant des produits structurés et des tranches de *CDO*, ce qui générerait de nouvelles pertes. La troisième conséquence serait de contraindre à des ventes forcées d'actifs financiers certains investisseurs institutionnels ne pouvant détenir des titres dont la note est inférieure à triple B, ou A, voire AA.

Or, la dégradation des rehausseurs n'est pas une hypothèse fantaisiste. La détérioration du marché des *CDO* et des financements structurés s'est en effet répercutée sur les résultats financiers des rehausseurs, mettant en danger leur note triple A. La publication des premières pertes enregistrées par les *monolines* au troisième trimestre 2007 a provoqué une forte chute des cours de ceux qui étaient cotés en bourse (MBIA et Ambac) et une baisse – certes moins importante mais significative – du prix des actions de la maison mère de ceux qui ne l'étaient pas (Dexia pour FSA, PMI Group pour FGIC, Natixis pour CIFG). Ces pertes avaient pour origine les moins-values comptables enregistrées par les rehausseurs sur les *CDS* vendus à des investisseurs. Il ne s'agissait pas – pas encore – de pertes effectives, car les *CDO* et les actifs titrisés qu'ils garantissaient n'avaient pas perdu toute valeur, mais la comptabilité américaine exigeait un enregistrement des instruments dérivés (dont les *CDS*) à leur valeur de marché, à l'origine de provisions et de pertes comptables.

L'inquiétude s'est accentuée quand les analystes ont pris conscience de l'exposition des rehausseurs aux crédits « *subprimes* ». Sur la base d'informations fournies par Dexia (la maison mère de FSA), un article de presse – la Tribune du 21 novembre 2007 – a en effet révélé que l'exposition aux crédits « *subprimes* » exprimée en pourcentage des fonds propres atteignait le niveau de 112 pour MBIA, 206 pour Ambac et 693 pour CIFG !

Les pertes du troisième trimestre 2007, l'exposition aux crédits « *subprimes* » et le montant des engagements sur des *CDO* de deuxième génération ont rendu les agences de notation très vigilantes à l'égard des rehausseurs de crédit. Au milieu du mois de novembre 2007, la situation des *CDO* ne cessant de s'aggraver, les agences ont fait connaître leurs inquiétudes quant à la solidité des *monolines* et leur capacité à respecter leurs engagements à l'égard des investisseurs.

- Les besoins en capital des rehausseurs de crédit

Pour les agences de rating, la note triple A attribuée aux rehausseurs est justifiée par le fait qu'ils disposent d'un capital (la comptabilité spécifique aux *monolines* parle de « *claims paying resources* ») suffisant pour honorer leurs engagements. Lorsque cette exigence n'est pas satisfaite, elles envisagent – ou procèdent à – une dégradation. Leurs analyses reposent sur des modèles et des simulations permettant de mesurer les risques auxquels sont exposés les rehausseurs en retenant les scénarii les plus défavorables.

La situation d'un rehausseur est d'autant plus « confortable » qu'il dispose d'un capital excédentaire (*excess capital*) par rapport à celui requis par les agences de notation. La diminution de cet excédent, causée par la détérioration de la valeur des *CDO*, a conduit les agences de *rating* à prévenir les rehausseurs dès le troisième trimestre 2007 qu'ils pourraient faire l'objet d'une dégradation, puis à les placer sous observation avec implication négative et, enfin, à les dégrader.

Les besoins en capital des rehausseurs sont fonction du volume de leurs engagements et de la qualité des actifs garantis. Tout en tenant compte de ces deux variables, les exigences des agences de *rating* sont devenues d'autant plus pressantes que les rehausseurs ont enregistré de très importantes pertes comptables, dues aux moins-values sur les *CDS* qu'ils ont vendus. Ceci mérite quelques explications.

Ayant accordé aux investisseurs des garanties sur les *CDO* qu'ils détenaient au moyen de *CDS*, les rehausseurs furent contraints (dans le contexte du deuxième semestre 2007 et du premier trimestre 2008) d'enregistrer de très importantes moins-values, car tous les instruments dérivés (y compris les *CDS*), doivent être enregistrés dans les livres comptables à leur prix de marché.

Pourquoi les *CDS* sont-ils à l'origine de moins-values ? Pour une raison très simple tenant à la hausse des primes de risque et à l'apparition d'importantes primes de liquidité dont l'émergence éventuelle avait été occultée par tous les acteurs de la titrisation. Un exemple permet de comprendre. En 2002/2005 – et auparavant – un rehausseur voulant protéger un investisseur contre la dégradation d'un *CDO* lui vendait un *CDS*. A cette époque, les primes de crédit étaient faibles (retenons un chiffre de 10 points de base pour une tranche AAA *super senior*). Au deuxième semestre 2007, toutes choses égales par ailleurs, cette prime pouvait atteindre 200 à 500 points de base.

L'absence de liquidité est à l'origine d'une prime qui s'ajoute au *credit spread*. Indépendamment du facteur liquidité, les *spreads* de crédit se sont eux aussi accrus de manière autonome au deuxième semestre. Ainsi, entre juin et décembre 2007, des actifs de très bonne qualité, dont la valeur intrinsèque ne s'était pas détériorée, ont vu leur prime de crédit s'accroître dans des proportions jamais rencontrées jusqu'alors. On imagine, dans ces conditions, ce qu'a pu être la prime associée à des crédits « *subprimes* » non négociables dont la qualité intrinsèque avait baissé. On comprend aussi que la prime incluant les risques de crédit et la prime de liquidité sur des indices représentant des « *subprimes* » ait pu dépasser 1 500 points de base.

La hausse des primes de liquidité a réduit la valeur de marché de *CDO* dont la valeur intrinsèque ne s'était pas dégradée. Pour les investisseurs couverts par des *CDS*, cette perte potentielle était compensée par des gains, eux aussi potentiels, provenant des *CDS* achetés aux rehausseurs. Les rehausseurs étant contraints de valoriser ces *CDS* à leur valeur de marché, leurs résultats financiers ont fait apparaître des moins-values, à l'origine de pertes importantes.

Ces moins-values sont-elles préoccupantes ? Oui, si le rehausseur effectuait du *trading* de *CDS*, mais tel n'est absolument pas le cas. Pour les besoins de la couverture offerte à l'investisseur, il doit conserver les *CDS* jusqu'à leur échéance. En admettant que la valeur intrinsèque des *CDO* ne varie pas et que leur note demeure la même (à savoir AAA), les moins-values doivent progressivement disparaître à mesure que l'échéance se rapproche et/ou que les primes de liquidité disparaissent. Les moins-values se transformeront ainsi en reprises sur provisions..., et aucune perte économique ne sera enregistrée. Si, en revanche, le *CDO* perd toute valeur ou si l'émetteur ne peut honorer ses engagements, le rehausseur enregistrera des pertes, mais il retrouvera la situation habituelle de tout *monoline* confronté à un défaut. Il devra se substituer aux engagements pris par l'émetteur.

- Les sources de capital des rehausseurs

De nombreuses sources de capital (« *claims paying resources* ») permettent aux rehausseurs de faire face à leurs engagements.

Le capital statutaire (capital social plus réserves) est la première.

L'émission de nouvelles actions, procédure simple et directe, en est une deuxième. Elle peut être cependant coûteuse et diluer les anciens actionnaires si elle est réalisée à un moment où la valeur des titres a beaucoup baissé.

Troisième ressource, les profits annuels. Dans les années 2000/2006, ils étaient importants. En 2006, pour l'ensemble des rehausseurs américains, ils s'élevaient à 2,25 milliards de dollars. Leur contribution devrait être beaucoup plus modeste pour l'année 2007, cette baisse étant due aux moins-values générées par l'enregistrement comptable des *CDS*.

Sur le plan juridique et dans le contexte américain, les rehausseurs sont des sociétés contrôlées à 100 % par un holding n'exerçant aucune activité opérationnelle et pouvant avoir d'autres filiales (généralement contrôlées à 100 %) spécialisées dans la réassurance ou dans la gestion d'actifs. Les sociétés *holding* perçoivent des dividendes. En 2005/2006, par exemple, les deux plus importants rehausseurs avaient une capacité de distribution de dividendes de 300 à 500 millions de dollars chacun. Réduire le taux de distribution est un moyen d'accroître le capital des rehausseurs... à condition qu'il y ait des profits !

Les rehausseurs peuvent aussi accroître leurs ressources en s'endettant. Ils peuvent émettre des emprunts obligataires ou des titres hybrides. Ils peuvent également activer des lignes de crédit qui leur ont été accordées par des banques.

La réassurance d'une partie des engagements pris à l'égard des investisseurs est une autre source de fonds potentiellement importante. Elle permet de sortir certains risques du portefeuille de garanties, ce qui réduit le capital requis pour faire face à des pertes potentielles, mais elle n'augmente pas, *stricto sensu*, les *claim paying resources*.

Si l'augmentation de l'endettement et des fonds propres sont des sources importantes de capital, ce ne sont pas les seules à la disposition des rehausseurs. A côté de ces ressources externes, il existe des ressources internes aussi importantes, si ce n'est plus. Pour comprendre leur origine, il faut expliquer le « modèle économique » des rehausseurs de crédit.

Les engagements d'un rehausseur à l'égard des investisseurs sont originaux. Rappelons en effet qu'en cas de défaut, il se substitue à l'émetteur de titres obligataires. Il garantit par conséquent aux investisseurs le paiement intégral des intérêts et du capital aux dates prévues par l'échéancier établi au moment de l'émission des titres. De ce fait, les rehausseurs ne sont pas contraints de payer la totalité des intérêts et du capital lorsque le défaut d'un émetteur est constaté. Ceci vaut pour les titres obligataires (émis par les collectivités locales ou par les véhicules de titrisation) et pour les *CDO*.

Prenons un exemple. Le 15 février 2008, un rehausseur doit se substituer à un émetteur qui fait défaut sur des obligations ayant une durée de vie résiduelle de 8 ans et 3 mois. La date de paiement des coupons est fixée au 15 mai. Du fait de ce défaut, le rehausseur paiera les intérêts le 15 mai 2008 et renouvellera ce paiement chaque année, à la date anniversaire, jusqu'en 2015. Le remboursement du capital et le paiement du dernier coupon seront effectués le 15 mai 2016. Ainsi, le défaut d'un émetteur n'entraîne pas un débours immédiat d'un montant équivalent à la valeur de l'actif garanti. Par ailleurs, ce débours est échelonné jusqu'à l'échéance de l'émission ou celle du dernier actif financier sur lequel est adossé le *CDO* ... et il en est de même pour les besoins en capital !

La situation est symétrique du côté des recettes. Les rehausseurs ont deux sources de revenus. Ceux provenant de leurs investissements et placements financiers contribuent naturellement au résultat net du rehausseur. Leur perception et leur comptabilisation ne présentent aucune difficulté. Les primes versées par les assurés constituent la deuxième source de revenus. Leur traitement comptable est plus complexe. Ces primes peuvent être payées en une seule fois (on parle de prime *up front*) ou faire l'objet de paiements fractionnés et échelonnés dans le temps (*installment*). Celles associées au rehaussement des obligations

émises par les collectivités locales sont versées en une seule fois. Celles associées aux produits structurés le sont par paiements fractionnés, chaque fraction étant affectée à l'année de perception.

Pour respecter les exigences comptables, les primes perçues en une fois doivent être ventilées en autant d'annuités constantes que d'années allant jusqu'à l'échéance du contrat d'assurance. Prenons un exemple. Le 2 janvier 2008, un rehausseur perçoit une prime *up front* de 600 pour une garantie accordée à une émission obligataire ayant une échéance de 5 ans. Sur le plan comptable, le rehausseur enregistre en 2008 une fraction de la prime (dite *earned*) de 120 ; quatre fractions (dites *unearned*) de 120 sont affectées aux années 2009 à 2012

Les primes dont le paiement est échelonné dans le temps (*installment*), augmentées des primes *unearned* représentent une part importante des revenus annuels des rehausseurs. Ces revenus sont par ailleurs connus longtemps à l'avance. Pour prendre un nouvel exemple, fin 2007, le rehausseur connaît de 60 à 80 % des revenus de l'année 2008 (le chiffre réel étant plus proche de 80 que de 60). Même s'il cesse toute activité, le rehausseur n'en continuera pas moins à percevoir des revenus pendant plusieurs années. Il possède par ailleurs une très bonne visibilité sur ses revenus pour les 4-5 années à venir ; au-delà, celle-ci diminue – tout comme les revenus – car le rehausseur ignore quelle sera son activité future. La valeur actuelle des primes – dont le versement est échelonné dans le temps (*installment*) – et la somme des primes *unearned* sont une composante essentielle des « *claims paying resources* ».

A partir d'octobre/novembre 2007, les agences de notation ont estimé que les ressources en capital à la disposition des rehausseurs (à l'exception de FSA et d'Assured Guaranty) n'étaient pas suffisantes pour faire face aux pertes potentielles qu'engendraient le marché des *CDO* et le montant des engagements pris à l'égard des investisseurs.

Le sauvetage des rehausseurs

La dévalorisation des *CDO* expose les rehausseurs à des pertes importantes, mais comme nous l'avons vu, les sorties de fonds qu'elles impliquent ne sont pas immédiates. Par ailleurs, les rehausseurs ont une certaine visibilité (jusqu'à 4-5 ans) quant à leurs ressources futures. Si leur situation à moyen terme est effectivement très délicate, elle n'est toutefois pas dramatique à court terme. Fallait-il donc vraiment les menacer et les dégrader dès que furent détectés les problèmes à moyen terme, rendant de ce fait leur recapitalisation extrêmement délicate ? Les menaces ont, en effet, contribué à la chute de 80 % de leurs cours boursier entre juin et décembre 2007, rendant l'émission de nouvelles actions très coûteuse – ou impossible parce que trop coûteuse. Les menaces de dégradation ont également contribué à accroître la prime de risque attribuée aux rehausseurs procédant à des emprunts bancaires ou obligataires. Aujourd'hui, la question ne se pose plus. Plusieurs rehausseurs ont été dégradés.

Tant que les premières dégradations n'avaient pas été prononcées, la solution qui s'imposait pour les éviter était de renforcer la solidité financière des rehausseurs. A cet effet, deux recapitalisations ont été mises en œuvre par des rehausseurs particulièrement exposés aux *CDO* et aux crédits « *subprimes* ». La première concernait CFIG. La recapitalisation s'est faite par le biais d'une ligne de crédit de 200 millions de dollars et d'une émission de titres remboursables en actions de 1,3 milliard de dollars souscrites à égalité par la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne et la Banque Fédérale des Banques Populaires. La deuxième fut organisée par MBIA (voir encadré). Elle s'est traduite par un apport de ressources (fonds propres et endettement) de 2,6 milliards de dollars.

La recapitalisation de MBIA

Le 10 décembre 2007, Warburg Pincus LLC, un fonds de *private equity*, annonçait qu'il allait investir en fonds propres dans MBIA. Cette recapitalisation s'est concrétisée par :

- un achat de 16,1 millions d'actions MBIA au prix unitaire de 31 dollars, soit un investissement de 500 millions de dollars ;
- l'engagement de Warburg Pincus LLC d'acheter jusqu'à hauteur de 500 millions de dollars des actions que les anciens actionnaires de MBIA n'auraient pas souscrite dans le cadre d'une augmentation de capital qui leur serait réservée, prévue au premier trimestre 2008 ;
- l'attribution à Warburg Pincus LLC de bons lui donnant le droit d'acheter pendant 7 ans 16,1 millions de titres MBIA supplémentaires au prix de 40 dollars.

Pour renforcer ses ressources, MBIA a réalisé le 16 janvier 2008 un placement privé d'un milliard de dollars de titres à revenu fixe. Ces obligations (*surplus notes*) échéance 2038 ont été émises à un taux de 14 % pour les cinq premières années (du 15 janvier 2008 au 15 janvier 2013). A compter de 2014, le taux est indexé sur le Libor 3 mois augmenté d'un *spread* de 11,20 %.

Pour consolider sa note auprès des agences de *rating*, MBIA a émis le 7 février 2008 de nouvelles actions pour 1,1 milliard de dollars, un montant supérieur aux 750 millions initialement prévus. Warburg Pincus, qui s'était engagé en décembre 2007 à acquérir jusqu'à 500 millions de dollars en a déboursé 300 pour acquérir 24,7 millions d'actions.

En janvier/février 2008, la situation des rehausseurs devenant intenable et l'effet de domino associé à leur dégradation pouvant avoir des conséquences dramatiques, Eric Dinallo, le régulateur du secteur des assurances de l'Etat de New York, relayé par Elliott Spitzer, alors gouverneur du même Etat, a souhaité procéder au sauvetage de l'ensemble des rehausseurs. La première idée fut de demander aux banques de leur ouvrir des lignes de financement. Une injection de 15 milliards de dollars (5 à court terme, 10 à moyen terme) était jugée suffisante par Standard and Poor's. Cette suggestion ne fut pas suivie d'effet. A défaut d'une solution globale et faute d'une recapitalisation substantielle des rehausseurs menacés d'une dégradation, Eric Dinallo conseillait aux *monolines* de scinder leurs activités d'assurance des obligations émises par les collectivités locales (présentant peu de risques) de celles portant sur les financements structurés exposés à la crise du « *subprime* » (qui se sont révélées très risquées). Le corollaire de ce conseil étant la création par chaque rehausseur de deux sociétés indépendantes pour gérer les unes et les autres. L'objectif du régulateur des assurances était de protéger les émissions des collectivités locales et d'éviter toute perturbation de leurs conditions de financement mais, bien évidemment, cette solution défavorisait les banques.

Cette proposition s'est heurtée à deux obstacles. En premier lieu, les agences de notation n'y sont pas favorables, car elle implique une trop forte concentration des risques associés aux actifs titrisés. En deuxième lieu, cette scission est juridiquement risquée, car la répartition des fonds propres des rehausseurs est un problème délicat à résoudre. En fait, l'action du département des assurances de l'Etat de New York a été très velléitaire et ne s'est traduite par aucune mesure concrète^v.

Une deuxième initiative fut développée. Reprenant l'idée d'une scission de l'activité des rehausseurs, Warren Buffett annonçait le 12 février 2008 être prêt à se substituer à MBIA, Ambac et FGIC pour garantir, par l'intermédiaire des réassureurs qu'il contrôlait, 800 milliards de dollars de titres émis par des collectivités locales. Le problème des rehausseurs étant directement lié aux garanties apportées aux financements structurés, cette proposition n'était pas la bonne solution. Elle était même contre productive, car elle privait les rehausseurs en difficultés des flux stables et peu risqués associés aux garanties fournies aux

émissions des collectivités locales. Très critiqué et confronté au refus des trois rehausseurs auxquels il s'était adressé, Warren Buffet a annoncé le 3 mars qu'il abandonnait son projet. Cette proposition pourrait, en fait, avoir été téléguidée par Eric Dinallo pour faire pression sur les négociations conduites par les banques et certains rehausseurs (Ambac, FGIC et CIFG).

L'objectif de ces différentes initiatives (publiques et privées) était de stabiliser à triple A ou, à défaut, AA, la note des plus importants rehausseurs de crédit.

La solution (sans doute provisoire si la situation générale du marché du crédit ne s'améliore pas) s'est dessinée pendant la deuxième quinzaine de février 2008. Reprenant l'idée d'une scission, FGIC demandait le 15 février au régulateur des assurances de l'Etat de New York l'autorisation de créer une nouvelle société destinée à gérer les garanties accordées aux émissions des collectivités locales. Dans les jours qui ont suivi, l'idée fut reprise par la nouvelle direction de MBIA. Sa mise en œuvre demandait cependant beaucoup de temps, mais le délai requis pour y procéder fut *de facto* accordé par les agences de notation. Standard and Poor's (le 25 février 2008) et Moody's (le 26 février) confirmaient en effet le triple A de MBIA. Le 7 mars 2008, Ambac réussissait, de son côté, à émettre 1,5 milliard de dollars, ce qui a conduit Standard and Poor's et Moody's à annoncer le 12 mars 2008 qu'elles maintenaient le triple A du rehausseur.

En dépit de la détérioration de la situation de CIFG et de la dégradation de sa notation par les trois agences de *rating* en mars 2008, pour la première fois depuis la mi-novembre 2007, le ciel des rehausseurs se dégagait. Il est à craindre, malheureusement, que l'éclaircie ne soit de courte durée car, en janvier/février 2008, la situation du marché de l'immobilier américain a continué à se dégrader et le taux de défaut des emprunteurs de crédits « *subprimes* » n'a cessé de croître.

La place des rehausseurs de crédit dans la crise du « *subprime* »

Les rehausseurs seraient apparus en 1971 pour apporter des garanties aux investisseurs qui achetaient des titres émis par les collectivités locales. L'histoire est en réalité un peu plus subtile. Les études empiriques établissent en effet que les incidents associés au paiement des coupons et au remboursement des emprunts des collectivités locales sont très rares. Selon la définition retenue (retard de paiement des coupons, rééchelonnement de la dette, non remboursement de l'emprunt), le taux de défaut varie de 0,015 à 0,03 %, ce qui est très faible. L'explication est simple. Les collectivités locales peuvent toujours accroître les impôts locaux pour honorer leurs engagements. En fait, grâce à la sécurité offerte par un *rating* triple A, la véritable utilité économique du rehaussement de crédit est de réduire le coût d'emprunt des collectivités locales et de permettre à des émissions (ou à des emprunts bancaires) de volume réduit de trouver des prêteurs^{vi}.

La probabilité de défaut des collectivités locales étant très faible, il est compréhensible et logique que les ressources constituées par les rehausseurs pour faire face au risque de défaut et aux engagements pris à l'égard de ces investisseurs aient été réduites. La conséquence en fut l'apparition d'un très fort effet de levier, représenté par le rapport entre le montant des garanties accordées à des investisseurs et celui des « *claim paying resources* », ou par le rapport entre le montant des garanties et celui du capital statuaire. Jusqu'en 1985, l'ampleur de l'effet de levier ne présentait pas de risques majeurs. Il en présentait d'autant moins que la multiplicité des émetteurs permettait une très grande diversification des risques de crédit associés aux collectivités locales.

L'environnement et les conditions dans lesquelles évoluaient les rehausseurs de crédit ont beaucoup changé à partir du moment où ils ont apporté leur garantie aux émissions réalisées par des véhicules de titrisation. De 1985 à 1995, il s'agissait de garantir des

émissions titrisées relativement banalisées. Changement de décor, toutefois, à partir de 1990/1995. Les garanties apportées à des *CDO* de première génération ont accru les risques auxquels étaient exposés les rehausseurs. A partir de 1998/2000 et de l'octroi de garanties à des *CDO* de deuxième génération (*CDO* synthétiques, *CDO*²), les risques potentiels pris par les rehausseurs furent considérables.

Or, cet accroissement des risques n'a guère modifié leur comportement vis-à-vis de leur effet de levier. Avec les garanties apportées aux *RMBS* et aux *CDO* de première génération, il est concevable – quoique dangereux – de conserver un levier élevé, car le risque et son appréciation sont conceptuellement comparables à ceux associés aux émissions des collectivités locales. En garantissant les *CDO* synthétiques, les rehausseurs ont changé de métier. Certains d'entre eux l'ont fait massivement, mais ils n'ont pas modifié leur effet de levier. Evalué en 2007 pour les six plus importants rehausseurs, le rapport des garanties accordées au montant des « *claim paying resources* » évoluait entre 65 et 100 et celui des garanties au montant du capital statuaire entre 130 et 225. Ces chiffres soulignent que les rehausseurs n'ont pas suffisamment accru les ressources disponibles pour faire face à un risque qui, s'il se manifestait, risquait fort d'être au moins en partie systémique. Par ailleurs, la structure des *CDO* synthétiques et des *CDS* utilisés pour garantir les investisseurs ont indirectement accru l'effet de levier. Dans ces conditions, la très forte augmentation du taux de défaut des emprunteurs de crédits « *subprimes* » a eu des conséquences dévastatrices et ne pouvait qu'entraîner les rehausseurs dans la tourmente. Elle a immédiatement réduit la valeur des créances hypothécaires et des *RMBS*. Par extension :

- les primes de risque se sont accrues de façon systémique ;
- les *CDO* de première génération garantis par des *RMBS* se sont dévalorisés ;
- les problèmes de liquidité se sont greffés aux problèmes de valorisation et les ont accentués,
- la valorisation *mark to market* a fait apparaître d'importantes moins-values à l'origine de pertes que les banques ont réglées en faisant appel aux fonds souverains..., mais que les rehausseurs n'ont pas voulu ou n'ont pas su – ou n'ont pas pu – résoudre ;
- la valeur des *CDO* de deuxième génération reposant sur des produits dérivés difficiles à évaluer s'est effondrée ;
- les agences de notation qui n'avaient pas jusqu'alors péché par excès de rigueur sont devenues plus exigeantes vis-à-vis des rehausseurs et ont mis en œuvre le processus de dégradation de leurs notes.

La crise du « *subprime* » s'est propagée en vagues successives, bien identifiables, qui se sont succédé pendant le deuxième semestre 2007 et le premier trimestre 2008.

Les banques distribuant des crédits hypothécaires à risque (« *subprimes* ») furent les premières touchées. Nombre d'entre elles ont disparu ou furent absorbées.

Les investisseurs qui avaient acheté des crédits « *subprimes* » furent frappés dans un deuxième temps. Ceux qui, directement (en achetant des *RMBS*) ou indirectement (en achetant des tranches de *CDO* de première ou de deuxième génération), avaient massivement investi dans les crédits « *subprimes* » ont disparu. Ceux dont l'appétit était plus raisonnable ont enregistré des pertes sans disparaître. Dans les comptes sociaux de 2007 de quelques entreprises d'assurance sont apparues des moins-values provenant de tranches de *CDO* et d'actifs titrisés. Dans le même ordre d'idées, certains placements en Sicav monétaires dynamiques ont suscité, eux aussi, quelques déconvenues.

Les banques d'investissement et les grandes banques commerciales ayant une importante activité de financement et d'investissement ont beaucoup souffert (mais pas toutes cependant). Celles qui avaient fabriqué et structuré des *CDO* de première et deuxième génération et conservé par-devers elles certaines tranches (*equity* et *mezzanine*) ou qui avaient

acquis par l'intermédiaire de leurs gérants pour compte propre des tranches de *CDO* ont été très sérieusement touchées. Ces pertes ont été comblées par les actionnaires, des contributions d'investisseurs institutionnels et des fonds souverains. A cet ensemble de banques peuvent être ajoutés quelques assureurs et plusieurs banques régionales publiques allemandes dont on se demande ce qu'elles sont allées faire dans cette galère.

Les rehausseurs de crédit furent les derniers touchés, car ils sont en bout de chaîne. Si elle se confirme et s'accroît, leur dégradation aura de très graves conséquences. Elle entraîne, en effet, celle des actifs financiers qu'ils avaient garantis, ce qui ne peut que relancer les dépréciations dont avaient souffert les banques ayant le plus pâti de la crise du « *subprime* ». Pourraient-elles survivre à une deuxième vague de dépréciation ? Pourraient-elles trouver de nouveaux investisseurs prêts à combler les pertes que cette deuxième vague ne saurait manquer de créer ? Si oui, à quel prix ? Faute d'être stoppée, la dégradation des rehausseurs pourrait relancer le processus infernal de dévalorisation des actifs financiers et approfondir la crise du crédit.

Conclusion

Quelles sont les perspectives des rehausseurs de crédit ? Pas bonnes, assurément, à la vue des éléments qui viennent d'être retracés.

Les rehausseurs ne sortiront pas indemnes de la crise du « *subprime* ». Dans un monde de plus en plus risqué où les investisseurs sont, pour une grande majorité d'entre eux, de plus en plus prudents, le rehaussement de crédit ne devrait pas disparaître^{vii}, mais il est à peu près sûr qu'il ne sera plus ce qu'il était en juin 2007. Les excès associés aux garanties accordées à des *CDO* de deuxième génération et à des *CDO*² ne se reproduiront plus. Les implications d'une tension financière extrême et d'une crise de liquidité exacerbée trouveront leur place dans les modèles de valorisation des financements structurés. Après une période de léthargie et de remise en cause, les produits structurés connaîtront, malgré leur complexité, une nouvelle croissance.

ⁱ Nous remercions Richard Bruyère, Associé, INDESI Finance Concept, ainsi que Alain David, directeur financier de la Banque Fédérale du Groupe des Banques Populaires, qui nous ont permis de mieux comprendre l'activité et le fonctionnement des rehausseurs de crédit. Bien entendu, ce texte n'engage que ses auteurs.

ⁱⁱ Avant 1985, les assureurs monolines intervenaient pour rehausser les créances sur lesquelles étaient adossées les émissions réalisées par les véhicules de titrisation. Depuis cette date, les structureurs recourent également au sur-nantissement (sur-dimensionnement, over collateralization).

ⁱⁱⁱ Pour être très précis, le terme CDS est un léger abus de langage. Ces instruments avaient la fonction des CDS, mais ils ne prévoyaient pas la possibilité d'une livraison physique si l'événement de crédit contre lequel ils offraient une protection se concrétisait. Pour des raisons réglementaires, les CDS en question n'étaient pas émis par le rehausseur lui-même, mais par une filiale à 100 %, un transformeur, dont les activités étaient toutefois consolidées avec celles du rehausseur.

^{iv} En 2007, onze rehausseurs de crédit (compagnies d'assurance et de réassurance) étaient opérationnels sur le marché américain : ACA Financial Guaranty Corp., Ambac Assurance Corporation, Assured Guaranty Corp., BluePoint Re Limited, CIFG Assurance North America Inc., Financial Guaranty Insurance Company (FGIC), Financial Security Assurance Inc. (FSA), MBIA Insurance Corporation, Radian Asset Assurance Inc., RAM Reinsurance Company Ltd, XL Capital Assurance Inc.

^v Des initiatives privées ont été mises en œuvre pour venir au secours de deux rehausseurs qui avaient été dégradés. La première regroupait huit banques internationales (Citigroup, Wachovia, Barclays, Royal Bank of Scotland, UBS, Dresdner, BNP Paribas et Société Générale) prêtes à contribuer au sauvetage d'Ambac pour lui éviter une dégradation susceptible d'être à l'origine d'un risque systémique. La deuxième initiative, sous la houlette de Calyon, visait à venir au secours de FGIC. Une troisième négociation aurait été ouverte par CIFG

avec ses propres contreparties. En mars 2008, les discussions étaient toujours en cours. Pour l'instant, elles n'ont pas eu d'impact sur les événements.

^{vi} *Que la finalité première des rehausseurs ne soit pas de garantir les investisseurs est souligné par l'anecdote suivante. En février 2008, les autorités locales américaines ont demandé aux agences de rating de développer une méthode de notation identique pour les entreprises et les émetteurs publics locaux. Les analyses préliminaires ont montré que si tel était le cas, le marché du rehaussement en serait très affaibli, car la plupart des Etats américains (certes, ce ne sont pas les seuls émetteurs...) seraient notés AAA... et ils n'auraient plus vraiment besoin de recourir à des rehausseurs. Une procédure judiciaire a été engagée sur ce thème par l'Etat du Connecticut contre les agences de notation et les rehausseurs.*

^{vii} *Pour certains analystes, l'hypothèse d'une disparition n'est toutefois pas à exclure, sous l'effet d'une revalorisation des notes attribuées aux collectivités locales qui assècherait l'activité des rehausseurs et d'une simplification des produits structurés qui rendrait le rehaussement inutile ou trop coûteux.*